

公司研究/年报点评

2017年04月28日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.18
合理价格区间(元): 10.75-12.9

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

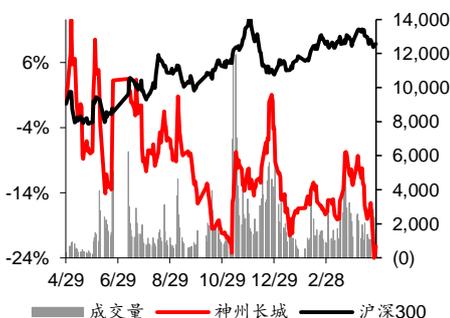
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《神州长城(000018,买入): 海外再签大单, 基建/医院 PPP 发力》2017.04
- 2 《神州长城(000018,买入): PPP/医疗/海外三轮共驱高增长》2017.04
- 3 《神州长城动态点评: 纯正一带一路民企, 订单量质俱佳》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

海外利润超预期, 业绩高增长可期

神州长城(000018)

海外业务超预期, 国内业务出现调整

公司公告 2016 年年报, 全年实现收入 46.65 亿元, YoY+16.32%; 实现归属上市公司股东净利润 4.74 亿元, YoY+36.64%; EPS 0.28 元。海外工程施工业务收入达 31.86 亿元, YoY+102.42%, 净利润 7.65 亿元, YoY+117%, 延续了一贯的高增长。国内业务在 2016 年处于调整期, 主动放弃部分装饰工程业务, 而新承接的医院 PPP 项目尚未进入大规模施工周期, 收入和利润出现一定程度的下滑。国内装饰业务 2016 年实现收入 14.18 亿元, YoY-42%, 净利润-2.95 亿元, YoY-265%。公司在海外业务的收入增长和盈利能力的持续提升远超出市场预期, 我们认为海外业务 2017 年将依然给公司带来丰厚的利润贡献。

海外盈利能力远超预期, 现金流需改善

公司综合毛利率为 25.48%, 同比增加 4.76pct, 主要因为海外施工业务毛利率提高 5.77%, 且海外收入占比提升 29pct。净利率提高 1.49pct 至 10.12%, 由不断提升的海外业务净利率带来 (增加了 1.61pct)。海外业务 2016 年净利率高达 24.18%。期间费用率大幅增加了 4.55pct 至 10.12%, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别上升 0.31/2.98/1.36pct, 管理费用率增加最快, 与海外业务快速拓展有直接关系。经营性现金净额为 -16.9 亿元, YoY-377.9%, 主要因为海外收入的快速发展, 支付速度快于收入结算进度, 应收账款增加 22.26 亿元, 而应付账款仅增加 5.45 亿元。

国内业务调整基本完成, 静待收获

2016 年, 公司全资收购四川鼎汇建筑 (现更名神州长城西南建设), 以增资扩股方式控股四川浩耀 (现更名神州长城建业工程), 完善了国内建筑业务施工资质。国内业务范围有效延展, 由过去装饰装修为主成功转型升级为具备建筑总承包能力的综合建筑服务商。2017 年 4 月 15 日已公告中标扶沟高铁片区基础设施建设 PPP 项目。此外, 公司医疗健康产业开局良好, 完成对武汉商职医院的全资收购, 先后中标河南鹿邑医院迁建项目、贵州钟山凉都红桥三甲医院项目、会昌县人民医院整体搬迁 PPP 项目、灵宝市第一人民医院建设 PPP 项目等多个医院 PPP 项目。国内医院建设项目将进入施工确认期, 国内业务预计呈现反转态势。

海外业务依然将保持快速增长

而海外业务 2016 年取得较快发展, 新中标和新签合同超 270 亿元。我们预计公司目前在手尚未实施海外订单 363.81 亿元, 是 2016 年海外收入的 11.4 倍, 海外业绩保障系数极高。当然, 随着海外业务快速增长, 资产减值损失随着放大, 经营性现金流也出现一定的恶化, 我们认为采用部分海外业务分包, 且加大收款力度, 这些问题将得到解决。且公司已公告拟发行不超过 20 亿元的公司债。

拥有较强股价安全边际, 且业绩弹性较大, 维持“买入”评级

我们预计 2017-19 年 EPS 0.43/0.63/0.87 元, CAGR+46%, 认可给予 17 年 25-30X 估值, 对应 10.75-12.9 元的合理估值区间, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外业务现金流持续恶化, 国内医院建设进度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,698
流通 A 股 (百万股)	753.41
52 周内股价区间 (元)	8.97-50.42
总市值 (百万元)	15,590
总资产 (百万元)	7,986
每股净资产 (元)	1.05

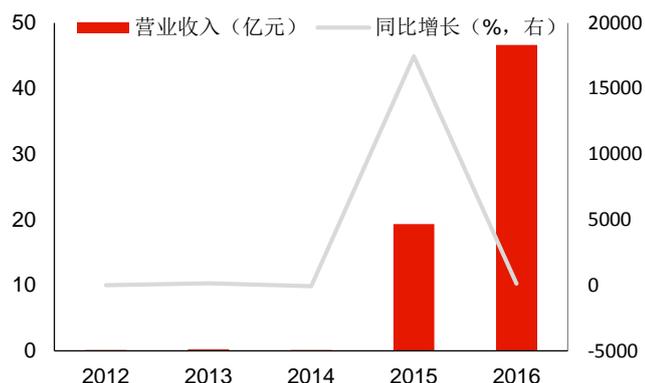
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,010	4,665	7,335	11,055	15,718
+/-%	45.58	16.32	57.24	50.71	42.18
归属母公司净利润 (百万元)	346.65	473.66	734.24	1,075	1,484
+/-%	85.51	36.64	55.01	46.41	38.02
EPS (元, 最新摊薄)	0.20	0.28	0.43	0.63	0.87
PE (倍)	44.97	32.91	21.23	14.50	10.51

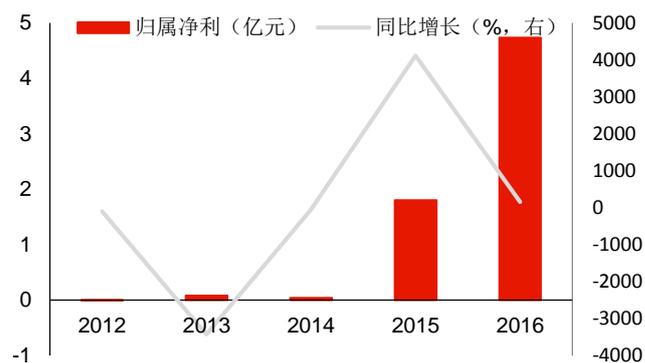
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收(亿元)及增速(%)



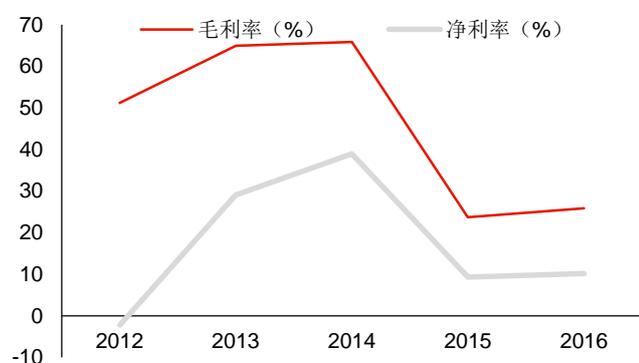
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润(亿元)及增速(%)



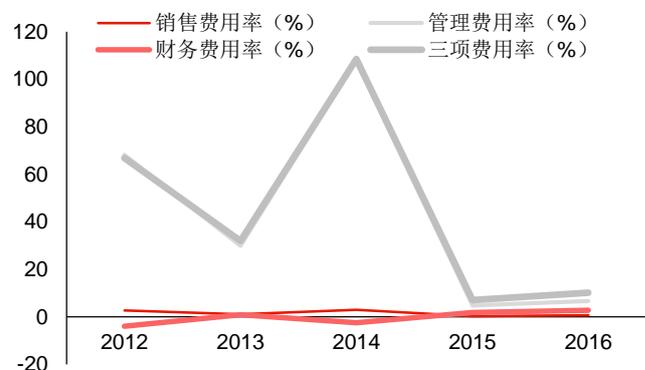
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司利润率(%)



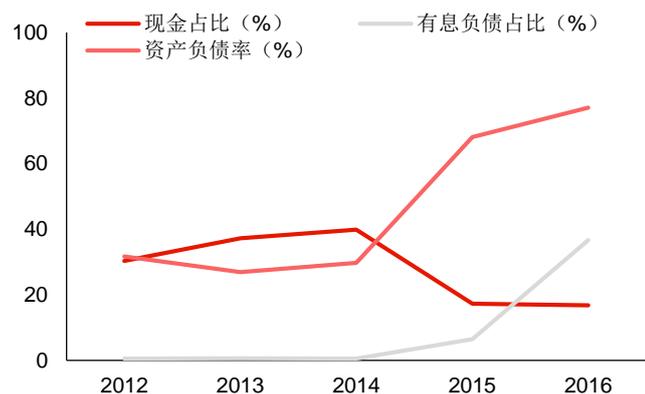
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司期间费用率(%)



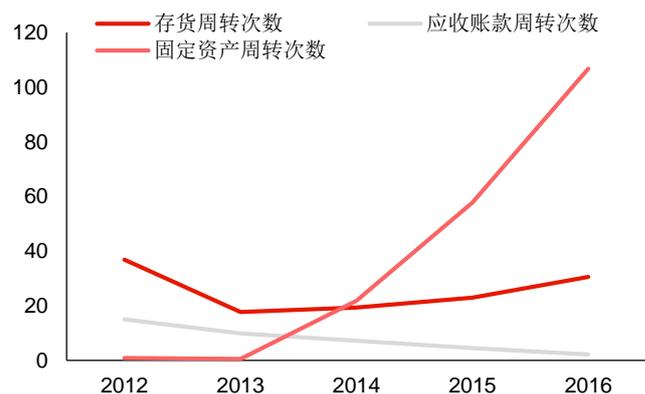
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司现金占比(%)、有息负债(%)、资产负债率(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

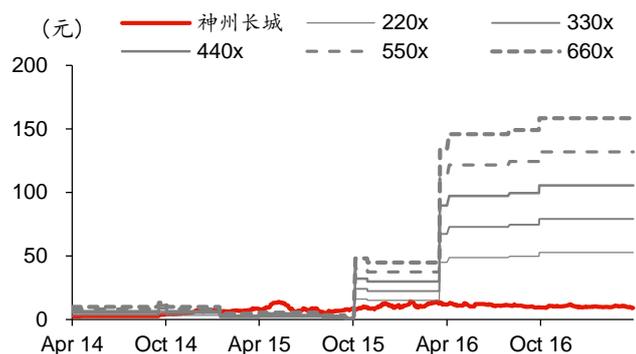
图表6: 公司营运周转情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

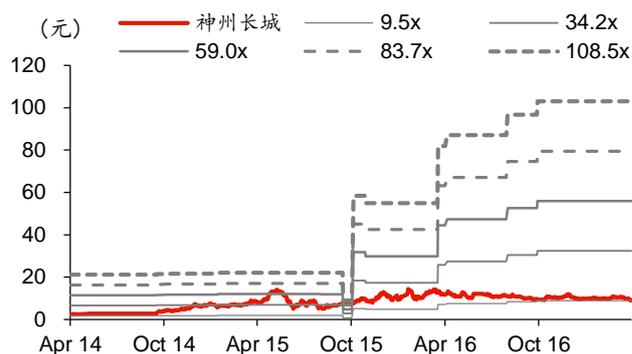
PE/PB - Bands

图表7: 神州长城历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 神州长城历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,785	7,492	11,004	15,920	22,078
现金	695.38	1,341	1,341	1,341	1,341
应收账款	2,353	3,725	5,858	8,828	12,551
其他应收账款	239.95	651.01	1,022	1,542	2,191
预付账款	77.71	319.21	513.14	789.24	1,134
存货	168.13	332.90	545.54	839.07	1,205
其他流动资产	251.41	1,123	1,725	2,582	3,655
非流动资产	232.07	493.77	516.40	543.00	580.51
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	43.85	128.48	128.13	127.77	126.69
无形资产	9.27	106.20	139.81	182.92	240.43
其他非流动资产	178.95	259.08	248.46	232.31	213.38
资产总计	4,017	7,986	11,521	16,463	22,659
流动负债	2,707	5,328	6,931	10,502	15,019
短期借款	225.41	1,966	2,012	3,378	5,140
应付账款	1,333	1,314	2,112	3,249	4,667
其他流动负债	1,149	2,048	2,806	3,875	5,212
非流动负债	30.16	827.55	2,028	2,328	2,528
长期借款	30.14	786.86	1,987	2,287	2,487
其他非流动负债	0.02	40.70	40.70	40.70	40.70
负债合计	2,737	6,156	8,958	12,830	17,546
少数股东权益	(1.71)	52.53	50.10	46.54	41.63
股本	446.91	1,698	1,698	1,698	1,698
资本公积	(50.37)	(1,299)	(1,299)	(1,299)	(1,299)
留存公积	839.70	1,313	2,113	3,188	4,672
归属母公司股	1,282	1,778	2,512	3,587	5,071
负债和股东权益	4,017	7,986	11,521	16,463	22,659

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(292.05)	(1,688)	(1,012)	(1,366)	(1,557)
净利润	346.10	472.09	731.81	1,071	1,479
折旧摊销	16.46	28.56	29.42	32.24	32.79
财务费用	54.87	127.44	184.63	226.28	316.97
投资损失	0.00	(2.23)	(2.23)	(2.23)	(2.23)
营运资金变动	(806.37)	(2,472)	(2,229)	(3,081)	(3,870)
其他经营现金	96.88	158.04	273.06	387.10	486.84
投资活动现金	(28.71)	(124.79)	(49.48)	(74.01)	(87.63)
资本支出	25.18	15.58	15.00	15.00	15.00
长期投资	(0.00)	68.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(3.53)	(40.81)	(34.48)	(59.01)	(72.63)
筹资活动现金	659.06	2,179	1,062	1,440	1,645
短期借款	(57.04)	1,741	46.36	1,366	1,762
长期借款	30.14	756.72	1,200	300.00	200.00
普通股增加	376.77	1,251	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(226.84)	(1,249)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	536.03	(320.55)	(184.63)	(226.28)	(316.97)
现金净增加额	338.99	360.96	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,010	4,665	7,335	11,055	15,718
营业成本	3,165	3,459	5,561	8,553	12,287
营业税金及附加	79.49	9.65	15.18	22.87	32.52
营业费用	13.69	30.32	47.67	71.85	102.15
管理费用	154.56	313.93	493.63	743.96	1,058
财务费用	54.87	127.44	184.63	226.28	316.97
资产减值损失	111.34	170.01	170.01	170.01	170.01
公允价值变动收益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.23	2.23	2.23	2.23
营业利润	431.44	556.50	865.31	1,269	1,754
营业外收入	0.38	26.43	26.43	26.43	26.43
营业外支出	1.03	21.59	21.59	21.59	21.59
利润总额	430.79	561.34	870.15	1,274	1,758
所得税	84.69	89.24	138.34	202.55	279.56
净利润	346.10	472.09	731.81	1,071	1,479
少数股东损益	(0.55)	(1.57)	(2.43)	(3.56)	(4.91)
归属母公司净利润	346.65	473.66	734.24	1,075	1,484
EBITDA	502.77	712.50	1,079	1,528	2,103
EPS (元)	0.78	0.28	0.43	0.63	0.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	45.58	16.32	57.24	50.71	42.18
营业利润	75.22	28.99	55.49	46.67	38.16
归属母公司净利润	85.51	36.64	55.01	46.41	38.02
获利能力 (%)					
毛利率	21.08	25.84	24.19	22.63	21.83
净利率	8.64	10.15	10.01	9.72	9.44
ROE	27.03	26.64	29.23	29.97	29.26
ROIC	55.25	17.68	16.88	15.82	15.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.13	77.08	77.76	77.93	77.44
净负债比率 (%)	9.60	47.58	46.61	45.53	44.47
流动比率	1.40	1.41	1.59	1.52	1.47
速动比率	1.34	1.34	1.51	1.44	1.39
营运能力					
总资产周转率	1.24	0.78	0.75	0.79	0.80
应收账款周转率	1.81	1.37	1.37	1.35	1.32
应付账款周转率	2.66	2.61	3.25	3.19	3.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.28	0.43	0.63	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.17)	(0.99)	(0.60)	(0.80)	(0.92)
每股净资产(最新摊薄)	0.76	1.05	1.48	2.11	2.99
估值比率					
PE (倍)	44.97	32.91	21.23	14.50	10.51
PB (倍)	12.16	8.77	6.21	4.35	3.07
EV_EBITDA (倍)	34.04	24.02	15.86	11.20	8.14

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com